

# Gospodarka Polski – Rynki Finansowe

Sierpień 2001

Nr 25

## Główne tendencje w gospodarce

- Drastycznie spada tempo wzrostu gospodarczego. Mocno wyhamowany został wzrost popytu zarówno konsumpcyjnego jak i inwestycyjnego.
- Pogarszają się wyniki finansowe przedsiębiorstw. Spada ich rentowność.
- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w czerwcu 952 mln dol. W relacji do PKB deficyt wzrósł do 5,4 proc. z 5,2-5,3 proc. przed miesiącem. Czerwiec jest drugim z rzędu miesiącem wzrostu deficytu w relacji do PKB. W ujęciu narastającym, w bieżącym roku następuje poprawa zarówno deficytu obrotów bieżących, jak i deficytu handlowego.
- Czerwcowe wyniki produkcji przemysłowej okazały się znacznie gorsze od oczekiwań rynku. W porównaniu z czerwcem ub.r. produkcja przemysłowa obniżyła się o 4,8 proc., natomiast w porównaniu z majem br. spadek wyniósł 2,8 proc.
- Niepokojąca jest sytuacja na rynku pracy.
- Ceny produkcji sprzedanej spadły w czerwcu o 0,4 proc. m/m. Licząc rok do roku ceny te zwiększyły się o 0,9 proc., co oznacza bardzo wyraźny spadek inflacji producenta. W czerwcu 2000 r. wzrost cen producenta wynosił 8,9 proc. r/r.
- Po sezonowym, dwumiesięcznym wzroście inflacja powróciła do trendu spadkowego. Wyniosła ona w czerwcu -0,1 proc. m/m oraz 6,2 proc. r/r wobec 6,9 proc. r/r w maju. Deflacja w czerwcu wystąpiła po raz pierwszy od 1983 r. Nastąpił również spadek wszystkich pięciu wskaźników inflacji bazowej.
- W pierwszej połowie lipca nastąpiło silne osłabienie złotego. Począwszy od 6 lipca kurs złotego podlegał gwałtownym wahaniom. W środę 11 lipca na rynku złoty osłabił się do poziomu 4,55 za dolara. Od 13 lipca rynek jest stabilniejszy, a kurs złotego nie przekracza 4,30 za dolara.
- W okresie od 22 czerwca krzywa rentowności w sektorze obligacji była dość niestabilna.
- Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w czerwcu obniżyła stopy procentowe o 150 pb. co uzasadniono poprawą większości czynników wpływających na inflację. Na lipcowym posiedzeniu Rada nie zmieniła stóp. Kolejna obniżka jest możliwa już w sierpniu.
- Sejm przyjął nowelizację ustawy budżetowej zakładającą zwiększenie deficytu budżetowego o 8,6 mld zł z 20,5 mld zł. Resort finansów zamierza sfinansować wyższy deficyt zwiększając o 50 proc. podaż papierów skarbowych w drugiej połowie br.

Odchylenie złotego od parytetu



Źródło: NBP, obliczenia własne

W numerze	
Główne tendencje w gospodarce	Ta strona
Synteza	2
Prognozy średniookresowe gospodarki Polski	3
Gospodarka Polski	4-5
Rynek walutowy	6
Rynek pieniężny i obligacji skarbowych	7
Polityka pieniężna	8
Polityka fiskalna	9
Podaż pieniądza	10
Rynek pracy, prywatyzacja	11
Przegląd międzynarodowy	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Spojrzenie na gospodarke	14-15
Kontakty w Pionie Skarbu i Operacji Zagranicznych	16

W ostatnim czasie pojawiły się kolejne symptomy słabnięcia krajowej koniunktury. Dynamika wzrostu gospodarczego w II kwartale była jeszcze niższa niż w kwartałach poprzednich. Minister finansów szacuje, że wzrost PKB zwolnił do 0,6-1,1 proc. wobec 2,3 proc. w I kwartale. W ocenie GUS w najbliższych miesiącach dynamika popytu krajowego pozostanie niska i nadal będzie ograniczała wzrost polskiej gospodarki.

Niekorzystne z punktu widzenia Polski są prognozy dla innych krajów. Weryfikowanie w dół prognoz rozwoju ekonomicznego w Niemczech oznacza, że wolniej będzie rósł także PKB Polski. Dopiero IV kwartał może przynieść poprawę kondycji gospodarki.

Słabnącemu PKB towarzyszy obniżająca się inflacja. Zaskakująco niskie jest tempo wzrostu cen produkcji przemysłowej – w czerwcu br. tylko 0,9 proc. r/r wobec 8,9 proc. w czerwcu 2000 r.

Obniża się rentowność firm na skutek niskiego popytu krajowego, słabego wzrostu PKB i wysokich stóp procentowych. Spadają nakłady inwestycyjne. Firmy, mające kłopoty z ulokowaniem na rynku swoich produktów, próbują ograniczać koszty poprzez redukcję zatrudnienia i obniżanie płac.

W lipcu diametralnej zmianie uległa sytuacja na rynku walutowym. Osłabieniu złotego sprzyjały: zła sytuacja finansów publicznych, kryzys w Argentynie, niestabilność polityczna, pierwsze symptomy pogorszenia bilansu płatniczego, osłabienie gospodarcze. Te czynniki będą wpływały na kurs złotego również w najbliższej przyszłości.

W wyniku trwających problemów w Argentynie znaczna część „kapitału spekulacyjnego” odpłynęła z Polski. Tym samym ryzyko nagłego, silnego spadku złotego jest obecnie dużo niższe aniżeli przed 6 lipca br. Prawdopodobnie złoty będzie się jednak dalej osłabiał. Ryzykiem dla złotego będą efekty przyszłych cięć stóp procentowych. Realne stopy procentowe są nadal wysokie. Jeśli inflacja w lipcu – zgodnie z oczekiwaniami – wyniesie nieznacznie powyżej 5 proc., to stopy realne ponownie wzrosną do poziomu powyżej 10 proc. Decyzja o obniżce stóp nie oznaczałaby zatem poluzowania polityki monetarnej, a byłaby dostosowaniem stóp do trendu inflacyjnego.

Kolejnymi silnymi argumentami za obniżką stóp procentowych są: znaczne pogorszenie wyników produkcji przemysłowej i obniżające się gwałtownie inwestycje.

Należy podkreślić, że polska gospodarka jest coraz mniej podatna na kryzysy na „emerging markets”. Nadal jesteśmy zaliczani do tej grupy państw, ale postrzegani jesteśmy jako kraj coraz bardziej bezpieczny – mamy wysoki poziom rezerw walutowych, a zadłużenie krótkoterminowe utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Pomaga nam także bliskość Unii Europejskiej oraz starania o przystąpienie do UE.

Zainteresowanie inwestorów polskimi instrumentami dłużnymi jest wciąż spore. Obecnie nie wydaje się, aby były kłopoty ze sprzedażą zwiększonej emisji papierów dłużnych w związku z finansowaniem deficytu budżetowego. Inwestorzy zagraniczni akceptują źródło większego deficytu w postaci zwolnienia tempa wzrostu PKB obserwowanego w całej gospodarce światowej. Problemy polskiej gospodarki są wypadkową cykli koniunkturalnych, a nie wynikiem złych fundamentów.

**Tab. 1. Wskaźniki inflacji**

	02 2001	03 2001	04 2001	05 2001	06 2001	07 2001 P
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (m/m, %)	0,1	0,5	0,8	1,1	-0,1	-0,3
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (r/r, %)	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	5,1
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m, %)	-0,1	0,2	0,2	0,0*	-0,4	0,0
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r, %)	4,1	3,8	3,4	2,3*	0,9	0,3
Kurs walutowy średniomiesięczny (USD, r/r, %)	-1,0	-0,7	-5,1	-11,5	-9,7	-

**Tab. 2. Wskaźniki aktywności**

	01 2001	02 2001	03 2001	04 2001	05 2001	06 2001
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (m/m, %)	-27,6	-1,7	17,5	4,0	1,7	-1,3
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (r/r, %)	10,9	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2
Kredyty dla ludności (r/r, %)	31,3	29,4	25,7	25,0	22,1	-1,3
Produkcja przemysłu (m/m, %)	-8,9	-2,5	14,7	-7,7	3,1*	-2,8
Produkcja przemysłu (r/r, %)	10,1	0,1	2,9	3,6	-0,9*	-4,8
Eksport, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	27,4	17,9	10,3	26,2	2,7*	6,5
Import, ceny bieżące (wg płatności, r/r, %)	16,8	-1,9	-2,5	5,3	10,2*	-0,8
Saldo obrotów towarowych (wg NBP, mln USD)	-1499	-724	-907	-708	-1165*	-857
Saldo budżetu państwa (mld PLN)	-5,1	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7

**Tab. 3. Gospodarka Polski**

	1997	1998	1999	2000	2001 P
Produkt Krajowy Brutto (ceny stałe, r/r, %)	6,8	4,8	4,1	4,0	2,4
Spożycie indywidualne (r/r, %)	6,9	4,9	5,4	2,4	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %)	21,7	14,5	6,5	3,1	2,0
Eksport, ceny stałe (r/r, %)	13,7	9,4	-2,6	16,0	6,5
Import, ceny stałe (r/r, %)	22,0	14,6	1,0	7,6	3,2
Inflacja (średniorocznie, %)	14,9	11,8	7,3	10,1	6,1
Inflacja (koniec roku, %)	13,2	8,6	9,8	8,5	6,0
Stopa bezrobocia (koniec roku, %)	10,3	10,4	13,1	15,0	17,0
Deficyt obrotów bieżących / PKB (%)	-3,2	-4,2	-7,5	-6,2	-5,9
Dług publiczny / PKB (%)	47,2	43,2	43,0	38,7	40,0

r/r – rok do roku; m/m – miesiąc do miesiąca; P – prognoza  
\* dane skorygowane

Źródło: GUS, NBP, prognozy i szacunki własne



Tab. 4. Prognozy średniookresowe (średnio w okresie, o ile nie podano inaczej)

Kategoria	2000	I kw. 2001	II kw. 2001	III kw. 2001	IV kw. 2001	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Stopy procentowe</b>										
Wibor 1M	18,50	19,03	17,44	15,50	14,85	16,70	12,5	10,4	8,9	7,3
Wibor 3M	18,78	18,53	17,09	15,30	14,70	16,40	12,3	10,3	8,8	7,2
Wibor 6M	18,92	18,02	16,49	15,10	14,50	16,10	12,1	10,1	8,7	7,1
Wibor 12M	19,01	17,61	16,07	14,80	14,30	15,90	11,8	9,8	8,3	6,9
Stopa lombardowa	21,90	22,62	20,95	19,08	18,50	20,29	17,0	14,6	12,8	11,2
na koniec okresu	23,00	22,00	19,50	18,50	18,50	18,50	15,5	13,5	12,0	10,5
Stopa interwencyjna	17,90	18,62	16,95	15,08	14,50	16,29	13,2	11,2	9,4	7,7
na koniec okresu	19,00	18,00	15,50	14,50	14,50	14,50	12,0	10,0	8,5	7,0
<b>Rentowności obligacji skarbowych</b>										
2L (bid)	17,37	15,59	14,90	14,50	13,60	14,65	12,3	9,8	8,7	8,2
3L (bid)	16,20	14,54	14,40	14,30	13,30	14,15	11,9	9,5	8,5	8,0
5L (bid)	14,00	13,12	13,40	13,10	12,00	12,90	10,2	9,0	8,2	7,8
10L (bid)	11,79	10,46	11,20	11,50	10,40	10,90	9,2	8,5	8,1	7,6
<b>Rentowności bonów skarbowych</b>										
13-tyg.	16,96	17,22	16,20	14,50	14,00	15,50	11,6	9,2	7,0	6,0
52-tyg.	17,77	17,06	15,65	15,00	14,00	15,45	12,0	9,5	7,2	6,2
<b>Kursy walutowe</b>										
USD/PLN	4,3465	4,0876	3,9895	4,23	4,35	4,19	4,46	4,60	4,76	4,94
EUR/PLN	4,0110	3,7765	3,4884	3,71	3,92	3,75	4,15	4,28	4,33	4,40
EUR/USD	0,9172	0,9240	0,8744	0,878	0,900	0,895	0,93	0,93	0,91	0,89
Deprecjacja PLN (koszyk walutowy)	-4,2	-3,8	-4,8	11,1	2,6	5,0	4,6	3,1	1,6	1,9
USD/PLN (koniec okresu)	4,1432	4,1000	3,9871	4,32	4,40	4,40	4,50	4,72	4,85	5,00
EUR/PLN (koniec okresu)	3,8544	3,6170	3,3783	3,84	4,00	4,00	4,28	4,34	4,37	4,40
EUR/USD (koniec okresu)	0,9303	0,8822	0,8473	0,890	0,910	0,910	0,95	0,92	0,90	0,88
<b>Wskaźniki makroekonomiczne</b>										
Realny PKB (r/r, %)	4,0	2,3	0,8	2,5	3,8	2,4	3,4	4,0	5,0	5,0
Prod. przemysł. (r/r, %)	7,1	4,4	-0,7	3,3	6,0	3,1	4,8	5,8	7,0	6,2
Inflacja (r/r, %) (koniec okresu)	8,5	6,2	6,2	5,6	6,0	6,0	5,0	4,5	4,0	3,6
Inflacja (r/r, %)	10,1	6,7	6,6	5,5	5,7	6,1	5,7	4,8	4,2	3,7
Stopa bezrobocia (%) (koniec okresu)	15,0	15,9	15,8	16,4	17,0	17,0	16,5	16,0	14,5	13,5
Obroty bieżące /PKB (%) (koniec okresu)	-6,2	-5,3	-5,4	-5,7	-5,9	-5,9	-6,2	-6,5	-6,5	-6,8
Deficyt ekonomiczny/ /PKB (%)	-2,0	-	-	-	-	-3,5	-3,0	-2,8	-2,3	-1,9
Dług publiczny/ /PKB (%)	38,7	-	-	-	-	40,0	37,5	36,5	35,0	34,0

Data sporządzenia prognozy: 1 sierpnia 2001 r.

**Uwaga: Prognoza informacyjna, może ulec zmianie przy zmianie sytuacji makroekonomicznej**

## Pogorszenie na rachunku obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w czerwcu 952 mln USD wobec 734 mln USD w maju oraz 860 mln USD w czerwcu 2000 r. Pogorszenie na rachunku obrotów bieżących było wynikiem wypłaty dywidend przez polskie spółki ich zagranicznym właścicielom w kwocie około 300 mln USD, na skutek czego saldo dochodów wyniosło -400 mln USD.

Korzystnie wyglądają dane dotyczące handlu zagranicznego. Deficyt handlowy spadł z 1,165 mld USD w maju br. do 0,857 mld USD w czerwcu, co jest poziomem przeciętnym dla ostatnich miesięcy. Również eksport oraz import były zbliżone do średniej z poprzednich miesięcy, wynosząc odpowiednio 2,553 mld USD oraz 3,410 mld USD. Silny złoty nie spowodował w czerwcu pogorszenia eksportu. Natomiast słabszy import wskazuje na utrzymywanie się niskiego popytu wewnętrznego.

W pierwszej połowie 2001 r. deficyt wyniósł 4,376 mld USD wobec 5,611 mld USD w analogicznym okresie ub.r. W relacji do PKB deficyt obrotów bieżących wzrósł do 5,4 proc. z 5,2-5,3 proc. w maju. Deficyt handlowy był na poziomie 5,880 mld USD wobec 6,871 mld USD przed rokiem. W okresie styczeń-czerwiec br. eksport wzrósł o 14,2 proc. r/r do 15,021 mld USD, natomiast import zwiększył się o 4,3 proc. r/r do 20,901 mld USD. W ujęciu narastającym następuje poprawa zarówno deficytu obrotów bieżących, jak i deficytu handlowego.

Z punktu widzenia polityki monetarnej dane te wskazują, że sytuacja w dziedzinie deficytu zewnętrznego poprawia się. Wyniki rachunku obrotów bieżących nie powinny być przeszkodą dla kolejnej obniżki stóp procentowych.

W nadchodzących miesiącach możliwe jest osłabienie dynamiki eksportu z powodu silnego złotego oraz spowolnienia gospodarczego w Niemczech, które są najważniejszym partnerem handlowym Polski. Przez większość ubiegłego roku to właśnie eksport był motorem wzrostu gospodarczego. Według naszych prognoz deficyt obrotów bieżących osiągnie na koniec tego roku około 9,5 mld USD, tj. 5,9 proc. PKB.

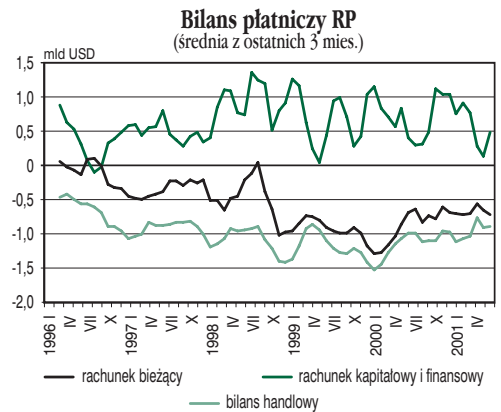
## Silny spadek produkcji przemysłowej

Wyniki czerwcowej produkcji przemysłowej okazały się znacznie gorsze od oczekiwań rynku. W porównaniu z czerwcem 2000 r. produkcja przemysłowa obniżyła się o 4,8 proc., natomiast w porównaniu z majem br. spadek wyniósł 2,8 proc. W okresie styczeń-czerwiec produkcja przemysłowa wzrosła o 1,5 proc. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. W jeszcze większym stopniu niż produkcja przemysłowa spadła produkcja budowlano-montażowa, której wartość po pierwszym półroczu jest niższa o 9,5 proc. niż w analogicznym okresie ub.r.

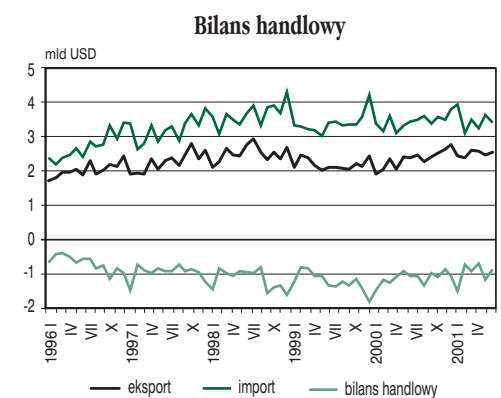
Zaskakująco niskie jest tempo wzrostu cen produkcji przemysłowej. W czerwcu br. były niższe o 0,4 proc. niż przed miesiącem. Dynamika roczna obniżyła się do 0,9 proc. podczas gdy rok temu (w czerwcu 2000 r.) wskaźnik ten wyniósł 8,9 proc.

Powyższe dane wskazują na silne stłumienie popytu wewnętrznego. Sugerują, że w II kwartale czeka nas dalszy znaczący spadek dynamiki PKB. Utrzymujący się od roku trend spadkowy wskaźnika cen producenta oznacza, że firmy, mając problemy ze zbyciem towarów, obniżają ceny, co będzie się nadal przekładać na pogarszanie ich wyników finansowych. Dane te zwiększają presję na obniżkę stóp procentowych.

Oczekujemy, że w całym 2001 r. produkcja przemysłowa wzrośnie o 3,1 proc. wobec 7,1 proc. w 2000 r.



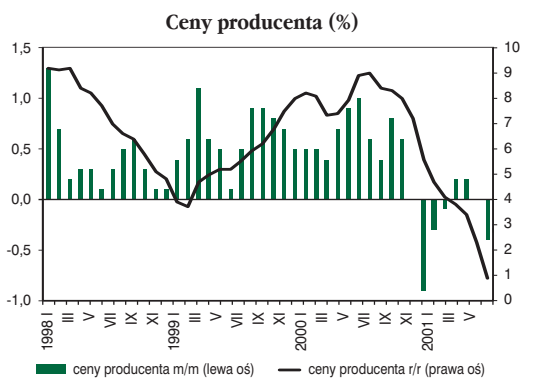
Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: NBP



Źródło: GUS



Źródło: GUS



## Inflacja wraca do trendu spadkowego

W czerwcu ceny towarów i usług konsumpcyjnych obniżyły się o 0,1 proc. w porównaniu z majem. Spadek czerwcowej inflacji wystąpił głównie dzięki niższym cenom żywności (o 0,6 proc.) oraz tańszym paliwom (o 0,5 proc.). Godny uwagi jest również fakt, że w pozostałych grupach wchodzących w skład koszyka CPI wzrosty cen były bardzo niewielkie – mieściły się w przedziale 0,1-0,2 proc. Deflacja w czerwcu wystąpiła po raz pierwszy od 1983 r. Dynamika roczna inflacji wyniosła 6,2 proc. wobec 6,9 proc. odnotowanych w miesiącu poprzednim. Po sezonowym, dwumiesięcznym wzroście indeksu (w kwietniu i maju) inflacja powróciła do trendu spadkowego. Spadek cen żywności, zapoczątkowany w drugiej połowie czerwca, był kontynuowany w lipcu. W lipcu wskaźnik inflacji rocznej spaść może do 5,2 proc., osiągając najniższy poziom od 1977 r. Na koniec bieżącego roku inflację szacujemy na około 6 proc.

## Spada również inflacja bazowa

W czerwcu nastąpił spadek wszystkich pięciu wskaźników inflacji bazowej. Ukształtowały się one w przedziale 5,3-6,8 proc. wobec 6,5-7,2 proc. w maju. Najbardziej obniżyła się inflacja bazowa liczona po wyłączeniu z koszyka cen o największej zmienności – wskaźnik ten wyniósł 5,3 proc. wobec 6,5 proc. w maju i 10,9 proc. w czerwcu 2000 r. Inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności i paliw zmniejszyła się do 6,2 proc. z 7,0 proc. w maju. Wskaźnik inflacji bazowej liczony po wyłączeniu cen kontrolowanych (czyli tych, których znaczną część stanowi podatek akcyzowy – jak paliwa czy alkohol, lub które podlegają innym regulacjom – np. energia elektryczna) spadł w czerwcu do 6,6 proc. z 7,0 proc. miesiąc wcześniej. 15-procentowa średnia obciążona obniżyła się do 6,0 proc. z 6,5 proc. w maju. Spośród miar inflacji bazowej, na najwyższym poziomie pozostaje inflacja netto, która nie zawiera malejących w ostatnim miesiącu cen żywności oraz cen paliw. Spadła ona do 6,8 proc. w czerwcu z 7,2 proc. przed miesiącem.

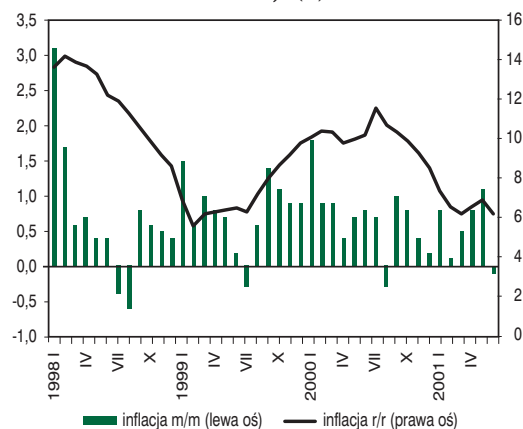
## Wzrost gospodarczy

Wzrost gospodarczy w tym roku będzie najniższy od dziewięciu lat. Tempo rozwoju gospodarczego Polski uległo wyraźnemu spowolnieniu od III kwartału 2000 r. GUS zrewidował dane na temat wzrostu PKB w 2000 r. Osiągnął on 4,0 proc., a nie 4,1 proc., jak podano wcześniej. W I kwartale 2001 r. wzrost PKB wyniósł 2,3 proc. wobec 2,4 proc. w IV kwartale 2000 r. Bardzo słaby był popyt krajowy – w I kwartale br. spadł on o 1,4 proc. wobec wzrostu o 1,8 proc. w IV kwartale ub.r. Konsumpcja zwiększyła się przez pierwsze trzy miesiące 2001 r. tylko o 1,2 proc., a inwestycje o 1,5 proc. Bardzo pesymistyczne są szacunki dotyczące wzrostu gospodarczego w II kwartale tego roku – najprawdopodobniej wyniósł on poniżej 1 proc. (według Ministerstwa Finansów – 0,6-1,1 proc.). Do takich wniosków skłaniają słabe wyniki produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej w kwietniu, maju i czerwcu.

Według naszych szacunków w całym 2001 r. wzrost PKB obniży się do około 2,4 proc. z 4,0 proc. w 2000 r.

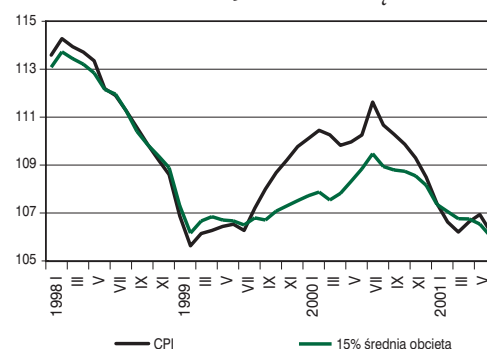
Ministerstwo Finansów szacuje, że dynamika PKB w całym 2001 r. wyniesie 2 proc. Jeszcze bardziej pesymistyczna jest prognoza Merrill Lynch wskazująca na możliwość spadku PKB do 1,7 proc.

Inflacja (%)



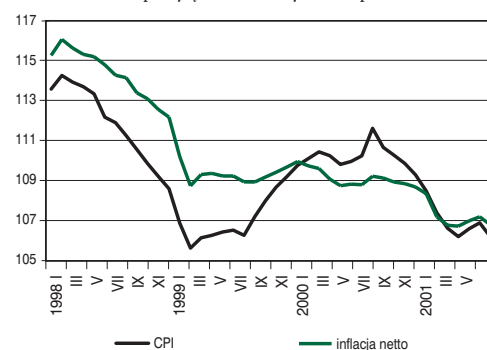
Źródło: GUS

CPI oraz 15% średnia obciążona



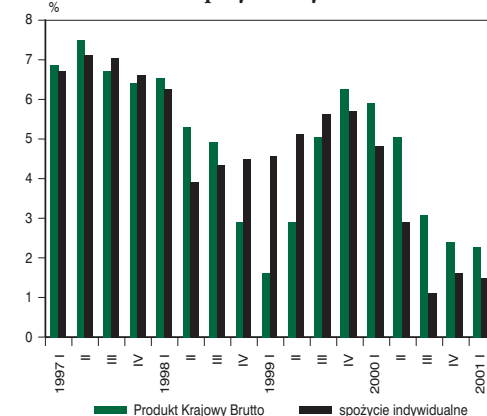
Źródło: GUS, NBP

CPI oraz inflacja netto  
po wyłączeniu cen o żywności i paliw



Źródło: GUS, NBP

PKB a spożycie indywidualne



Źródło: GUS

### Złoty

W pierwszej połowie 2001 r. miało miejsce dalsze, systematyczne umacnianie złotego (trwające od października ub.r.). Odchylenie mierzone do „starego parytetu“ wzrosło do rekordowego poziomu 15,9 proc. w połowie czerwca z 7,2 proc. w końcu 2000 r. Średnio w pierwszym półroczu br. za 1 USD płacono 4,0383 PLN wobec 4,2454 w pierwszym półroczu 2000 r. Natomiast średni kurs euro wyniósł 3,6317 PLN w pierwszym półroczu br. wobec 4,0747 w pierwszym półroczu ub.r.

Na umocnienie złotego wpływ miało kilka czynników, przede wszystkim: poprawiające się saldo na rachunku obrotów bieżących, bardzo wysokie (powyżej 10 proc.) realne stopy procentowe, oczekiwania na przepływy z tytułu prywatyzacji oraz odszkodowań dla przymusowych robotników III Rzeszy.

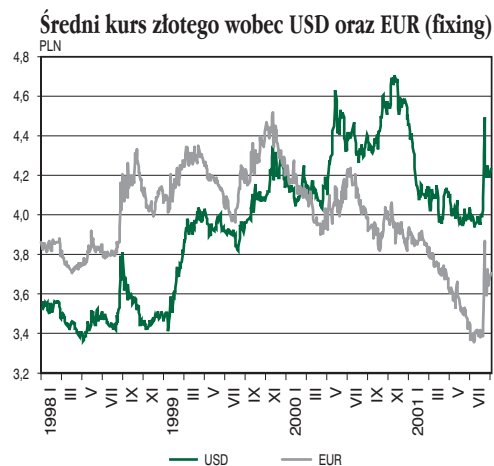
W lipcu sytuacja na rynku walutowym uległa diametralnej zmianie. Począwszy od 6 lipca kurs złotego podlegał gwałtownym wahaniom. Głównymi przyczynami nerwowych zachowań były: pogorszenie klimatu wokół „emerging markets“ (za sprawą Argentyny) oraz niepewność co do decyzji rządu w sprawie nowelizacji budżetu na ten rok. W środę (11 lipca) rynek bardzo nerwowo zareagował na informację, że możliwe jest zwiększenie deficytu budżetowego o kwotę wyższą, niż proponowało Ministerstwo Finansów. Na rynku złoty osłabiał się do poziomu 4,55 za USD. Zdementowanie tych informacji i zatwierdzenie przez rząd propozycji ministra finansów o wzroście deficytu budżetowego o 8,6 mld złotych uspokoiło rynek. Od 13 lipca rynek jest stabilniejszy, a kurs złotego nie przekracza 4,30 za 1 USD.

W najbliższych tygodniach na rynku walutowym może utrzymać się większa zmienność kursu złotego. Sytuacja polityczna kraju oraz sytuacja na „emerging markets“ jeszcze przez jakiś czas mogą destabilizująco wpływać na rynek. Negatywnym czynnikiem będzie też prawdopodobne pogorszenie się wyników eksportu i bilansu płatniczego (taki scenariusz jest możliwy w drugim półroczu). Ponadto może się okazać, że nie wszystkie zaplanowane na ten rok prywatyzacje dojdą do skutku. W drugiej połowie roku lekkie pogorszenie może również ulec saldo na rachunku obrotów bieżących. Zagrożeniem dla stabilności rynku byłoby, gdyby po wyborach została ograniczona niezależność polityki monetarnej – w takim tonie wypowiedzieli się niedawno politycy SLD.

### Euro

Waluta europejska osłabiała się w stosunku do amerykańskiej od początku tego roku, obniżając się z poziomu 0,96 USD za EUR do 0,835 USD 6 lipca. Po obniżce stóp procentowych w USA o 25 punktów bazowych (główna stopa funduszy federalnych wynosi obecnie 3,75 proc.), dokonanej przez Fed 27 czerwca, inwestorzy mieli nadzieję, że dokonane w tym roku obniżki stóp niebawem zaowocują powrotem amerykańskiej gospodarki na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Na początku lipca spadkowy trend euro względem dolara został jednak zatrzymany. Nastąpiło odbicie i euro wzmocniło się do 88,1 centów 26 lipca, po czym pozostało w okolicach 0,875-0,88 USD. Powodem osłabienia dolara były m.in. wypowiedzi szefa Fed Alana Greenspana, który stwierdził, że okres spowolnienia w USA jeszcze się nie skończył, oraz prezydenta USA Geорга W. Busha, podważającego sens dalszego prowadzenia polityki mocnego dolara.

W dalszej perspektywie możliwa jest kontynuacja trendu wzrostowego euro, zarówno biorąc pod uwagę różnicę w stopach procentowych między EMU i USA (przemawiająca na korzyść euro) oraz wciąż słabe dane makroekonomiczne w USA, nie rokujące nadziei na szybką poprawę w gospodarce.



Źródło: NBP, Reuters



Źródło: NBP, obliczenia własne



Źródło: Reuters



## Stopy procentowe

W okresie od 22 czerwca stopy rynku pieniężnego w sektorze 1M do 12M spadły o 90 do 150 pb., przy czym silniejszy spadek nastąpił w terminach krótszych. Spadek stawek rynkowych był wynikiem decyzji RPP o obniżeniu stóp procentowych NBP o 150 pb. od 28 czerwca. W drugiej połowie lipca do pewnego obniżenia stóp rynku pieniężnego przyczyniły się oczekiwania, iż RPP może ponownie obniżyć stopy procentowe na posiedzeniu w sierpniu.

Jednodniowe stawki WIBOR były w omawianym okresie dość niestabilne. W ostatnim tygodniu czerwca wzrosły one powyżej poziomu operacji otwartego rynku. Wzrost ten spowodowany był brakiem płynności na rynku w związku z bliskim terminem rozliczenia rezerwy obowiązkowej przez banki. Natomiast pod koniec lipca nadchodzący termin rozliczenia rezerwy spowodował nadpłynności w sektorze bankowym i spadek stawki O/N do 10 proc. w dniu 30 sierpnia. W drugim tygodniu lipca, na skutek pogorszenia nastrojów na rynkach wschodzących i panującej na rynku finansowym nerwowości, stawki dzienne wzrosły powyżej 17 proc.

## Bony skarbowe

W lipcu zmniejszona została podaż bonów skarbowych do 2,9 mld zł w porównaniu z 3,2 mld zł zaoferowanymi na regularnych przetargach w czerwcu. Podaż bonów 13-tyg. zwiększono do 500 mln zł z 400 mln zł, natomiast oferta papierów 52-tyg. wzrosła do 2,4 mld zł z 1,6 mld w czerwcu. Na przetargach w lipcu Ministerstwo Finansów nie zaoferowało bonów 26-tyg. Średnie rentowności na przetargach w lipcu znacznie spadły w porównaniu do czerwca na skutek czerwcowej obniżki stóp procentowych NBP. Rentowność bonów 13-tyg. spadła o 123 pb. do 14,77 proc., a rentowność bonów 52-tyg. zmniejszyła się o 32 pb. do 15,10 proc. Znacznie poprawił się stosunek popytu do podaży, wynoszący dla bonów 13-tyg. 4,81, dla bonów 52-tyg. 3,29, a średnio 3,56 wobec 2,00 w czerwcu.

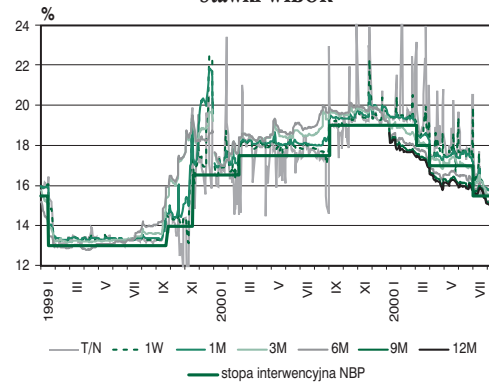
W okresie od 22 czerwca rentowności bonów skarbowych na rynku wtórnym były dość niestabilne. Po obniżce stóp procentowych nastąpił ich silny spadek, natomiast w drugim tygodniu lipca na skutek pogorszenia nastrojów na rynkach wschodzących rentowności wzrosły. W drugiej połowie lipca po poprawie nastrojów oraz na skutek pojawienia się oczekiwań obniżki stóp procentowych rentowności spadały. Na koniec lipca, w porównaniu z 22 czerwca, rentowności bonów były niższe o 30 do 170 pb. najbardziej w terminie 3M, a najmniej dla 12M.

## Obligacje skarbowe

Na przetargu obligacji skarbowych 4 lipca średnie rentowności wzrosły drugi miesiąc z rzędu. Rentowność papierów 2-letnich (OK 0403) wyniosła 14,99 proc. wobec 14,77 proc. miesiąc wcześniej, natomiast rentowność papierów 5-letnich (PS 0506) była na poziomie 13,38 proc. wobec 13,07 proc. w czerwcu. Podaż obligacji 2L zmniejszono do 1,4 mld zł z 1,5 mld zł, natomiast oferta papierów 5L pozostała bez zmian na poziomie 800 mln zł. Zainteresowanie inwestorów mierzone wielkością popytu było dość wysokie dla obligacji 2L, natomiast rekordowo niskie w przypadku obligacji 5L. Stosunek popytu do podaży wyniósł odpowiednio 5,6 i 1,3. Na przetargu obligacji 10-letnich (DS 1110) 18 lipca zaoferowano papiery o wartości 400 mln zł, na które popyt był stosunkowo wysoki i wyniósł 2,7 mld zł. Średnia rentowność ukształtowała się na poziomie 11,69 proc.

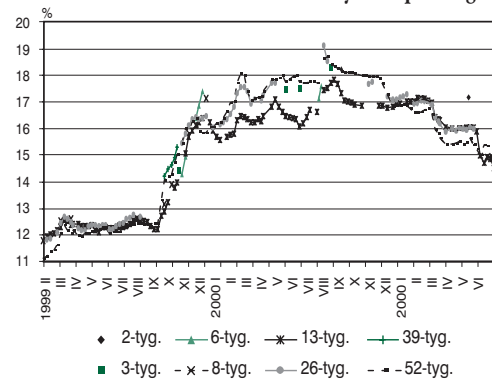
W okresie od 22 czerwca krzywa rentowności w sektorze obligacji zachowywała się dość podobnie, jak w sektorze bonów skarbowych. W przypadku obligacji nieco słabszy był spadek rentowności wywołany obniżeniem stóp NBP. W omawianym okresie rentowności obligacji spadły o 20 do 50 pb.

Stawki WIBOR



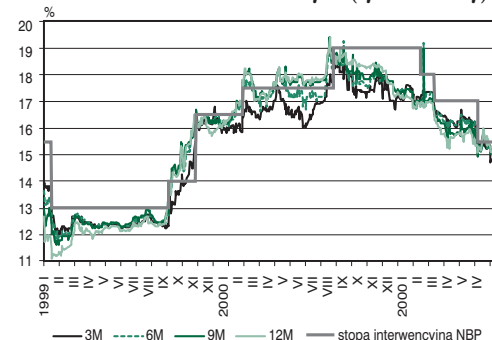
Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Średnia rentowność bonów skarbowych na przetargach



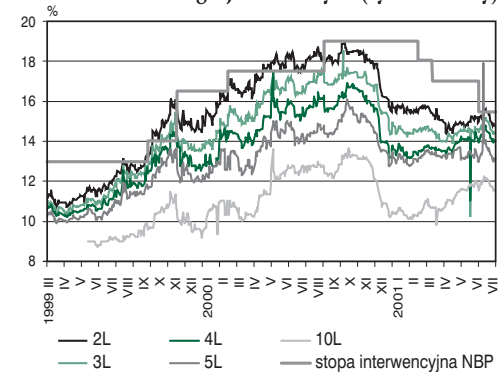
Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność bonów skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

Rentowność obligacji skarbowych (rynek wtórny)



Źródło: BZ WBK Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych

### W lipcu stopy procentowe bez zmian po obniżce w czerwcu

Od początku 2001 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżała stopy procentowe. Łącznie stopy są niższe o 350 pb. niż w końcu ubiegłego roku. Redukując stopy procentowe, Rada wskazywała na istotny spadek inflacji oraz cen produkcji przemysłowej, na malejący deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz bardzo niewielką presję popytową. Z drugiej strony obawy co do wielkości deficytu budżetowego ograniczały możliwość większego poluzowania polityki monetarnej.

Data Obowiązująca	Stopa interwencyjna	Stopa redyskontowa	Stopa lombardowa
od 31.08.2000	19,00%	21,50%	23,00%
od 01.03.2001	18,00%	20,50%	22,00%
od 29.03.2001	17,00%	19,50%	21,00%
od 28.06.2001	15,50%	18,00%	19,50%

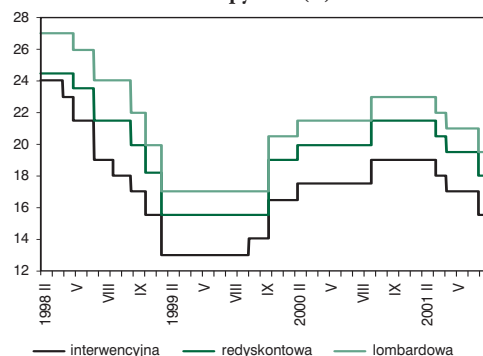
Ostatnia obniżka miała miejsce w czerwcu. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła wszystkie trzy stopy procentowe o 150 pb. Stopa interwencyjna wynosi od 28 czerwca 15,5 proc., lombardowa 19,5 proc., a redyskonta weksli 18,0 proc. Czerwcową decyzję została uzasadniona poprawą większości czynników wpływających na inflację. Korzystnie kształtowały się oczekiwania inflacyjne. Kontynuowane były pozytywne trendy w sferze podaży pieniądza, a w sektorze realnym spadała presja popytowa.

Na lipcowym posiedzeniu (19-20 lipca) Rada nie zmieniła stóp procentowych i utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Większa aniżeli poprzednie obniżka stóp w czerwcu sugerowała, że taka właśnie będzie decyzja Rady. Stąd nie było zaskoczenia dla uczestników rynku. Rada Polityki Pieniężnej uważa, że sytuacja związana z obecną nowelizacją tegorocznego budżetu jest nadal niepewna, podobnie jak założenia dotyczące kształtu ustawy budżetowej na rok 2002. Według Rady perspektywy inflacyjne są wciąż pozytywne i zostały one uwzględnione w czerwcowej decyzji o obniżce stóp procentowych. RPP uważa także, iż dla dalszej kondycji polskiej gospodarki niezbędne jest przeprowadzenie strukturalnych reform sektora publicznego, które ograniczyłyby skalę wydatków publicznych. Kolejne posiedzenie RPP odbędzie się 21-22 sierpnia.

Ministerstwo Finansów uważa, że kolejna obniżka stóp procentowych o 150 pb jest możliwa już w sierpniu, po uchwaleniu nowelizacji budżetu. Opinię taką podziela wielu ekonomistów. Nasz scenariusz (tabela na str. 3) również został przygotowany przy założeniu, że obniżka stóp nastąpi w sierpniu. Obniżkę stóp uzasadniają obecnie: pogarszająca się sytuacja gospodarcza (spadek tempa PKB i tempa nakładów inwestycyjnych), spadek produkcji przemysłowej, spadkowy trend inflacji oraz cen produkcji przemysłowej, korzystne tendencje w sferze monetarnej, a także bardzo niski popyt krajowy.

Obecnie wydaje się, że sierpniowa obniżka (jeżeli nastąpi) może być ostatnią w tym roku. W IV kwartale nastąpi wyhamowanie spadkowego trendu inflacji i cen producenta. Mogą pojawić się efekty dotychczasowych obniżek stóp w postaci zwiększonego zainteresowania kredytem bądź osłabienia skłonności do oszczędzania. Rada będzie chciała poczekać, aby się upewnić, że trendy te pozostaną nadal pod kontrolą. Ponadto IV kwartał jest z reguły okresem zwiększonego popytu konsumpcyjnego, w związku z tym dodatkowe bodźce dla gospodarki nie będą już tak konieczne, jak obecnie.

Stopy NBP (%)



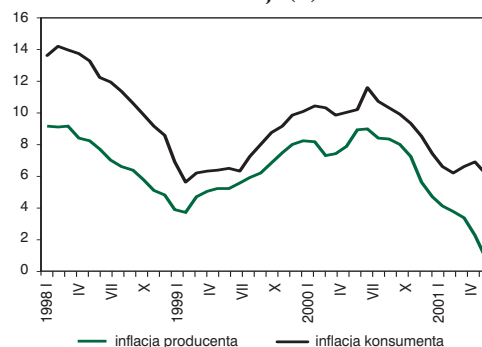
Źródło: NBP

Realna stopa procentowa (na podstawie stopy interwencyjnej)



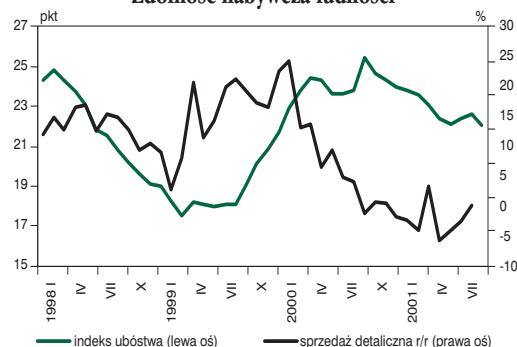
Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

Inflacja (%)



Źródło: GUS

Zdolność nabywcza ludności



Źródło: GUS, obliczenia własne





## Spadek deficytu budżetowego po czerwcu

Po pierwszej połowie bieżącego roku deficyt budżetu państwa wyniósł 18,705 mld zł. Wykonano więc 91,1 proc. deficytu zaplanowanego pierwotnie w budżecie na cały rok w porównaniu z 99,3 proc. planu po pięciu miesiącach. Dla porównania, w roku 2000 wykonanie deficytu po czerwcu było na poziomie 69,9 proc. planu, natomiast w analogicznym okresie roku 1999, trudnym ze względu na rozpoczęcie czterech reform, stanowił on 88,4 proc. planu. Tak trudna sytuacja w polityce fiskalnej w roku bieżącym, będąca wynikiem niższego, niż zakładano w ustawie budżetowej wzrostu gospodarczego, zmusiła rząd do przedstawienia Sejmowi nowelizacji budżetu.

Na koniec czerwca b.r. łączne dochody budżetowe wyniosły 67,751 mld zł, czyli 42,1 proc. całorocznego planu w porównaniu z 32,7 proc. przed miesiącem. Wydatki budżetu zrealizowano w kwocie 86,457 mld zł, co stanowiło 47,6 proc. planu wobec 40,2 proc. po maju. W czerwcu dochody były najwyższe ze wszystkich miesięcy w roku 2001, natomiast wydatki były niższe od średniej z poprzednich miesięcy.

Przyczyną zgodnego z oczekiwaniami zmniejszenia się deficytu budżetowego w czerwcu były dwa czynniki po stronie wydatków. Jak co roku, w czerwcu NBP wpłacił do budżetu większość swojego zysku za rok ubiegły (4,87 mld zł). Ponadto w czerwcu nastąpiła płatność drugiej raty za licencje na telefonię UMTS (1,08 mld zł). Przychody z podatków są nadal na niskim poziomie w stosunku do planu oraz w porównaniu do lat ubiegłych. Natomiast stopień realizacji wydatków jest na poziomie zbliżonym do lat poprzednich i z tej strony nie widać zagrożenia dla wykonania ustawy budżetowej.

Po lipcu deficyt prawdopodobnie ponownie zbliży się do 100 proc. starego planu, co będzie stanowić około 70 proc. deficytu w budżecie po nowelizacji.

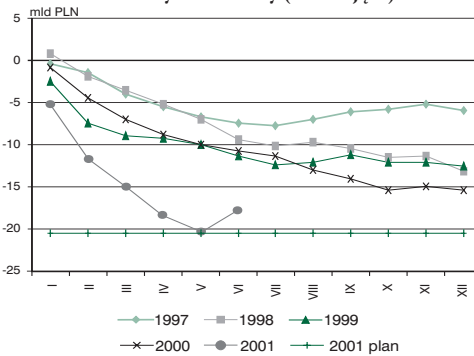
## Nowelizacja ustawy budżetowej

W połowie lipca Rada Ministrów przestała do Sejmu projekt nowelizacji ustawy budżetowej. Zgodnie z propozycją Ministerstwa Finansów rząd zaproponował zwiększenie deficytu budżetowego o 8,6 mld zł z 20,5 mld zł. Oznacza to wzrost deficytu w relacji do PKB z 2,6 proc. do 3,9 proc. Nie zawarto natomiast w projekcie kwoty cięć w wydatkach, choć ministerstwo rekomendowało ich obniżenie o 7,5 mld zł. Rząd zapowiedział, że decyzje o zmniejszaniu wydatków budżetowych będą podejmowane na bieżąco. Rada Polityki Pieniężnej pozytywnie oceniła propozycję zwiększenia deficytu, podkreślając, iż 8,6 mld zł to maksymalna kwota, o jaką można go powiększyć bez nadmiernego wzrostu rentowności papierów skarbowych.

Resort finansów zamierza sfinansować zwiększony deficyt budżetowy bonami skarbowymi, obligacjami oszczędnościowymi oraz obligacjami hurtowymi, głównie dwuletnimi zerokuponowymi. Ministerstwo wstrzyma się ze zwiększeniem emisji papierów pięcioletnich, ponieważ na rok 2006 przypadają już znaczne spłaty zadłużenia. W drugiej połowie bieżącego roku podaż papierów skarbowych zostanie zwiększona o 50 proc. w stosunku do pierwotnych zamierzeń. Ponadto w przypadku, gdyby zagrożone były wpływy z prywatyzacji, ministerstwo rozważy możliwość emisji euroobligacji o wartości około 500 mln euro.

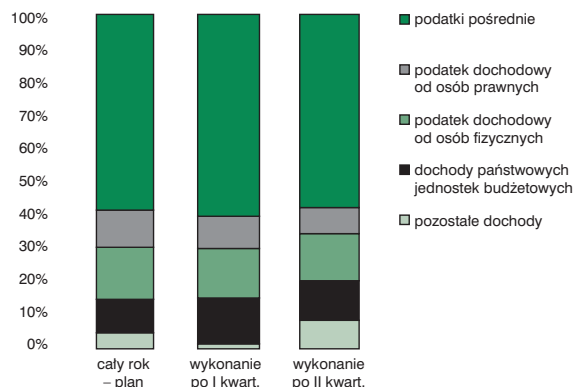
W trakcie debaty w Sejmie większość posłów stanowczo domagała się przedstawienia przez rząd planu cięć w wydatkach, czego jednak nie uczyniono, co może doprowadzić w przyszłości do sporów, gdy będą podejmowane decyzje o obniżaniu wydatków poszczególnych ministerstw. Ostatecznie, w dniu 27 lipca Sejm przyjął nowelizację budżetu w kształcie zaproponowanym przez rząd. 2 sierpnia nowelizacja została przyjęta bez poprawek przez Senat. Aby ustawa weszła w życie musi być jeszcze podpisana przez prezydenta. Prezydent ma na podpisanie ustawy 7 dni.

Deficyt budżetowy (narastająco)



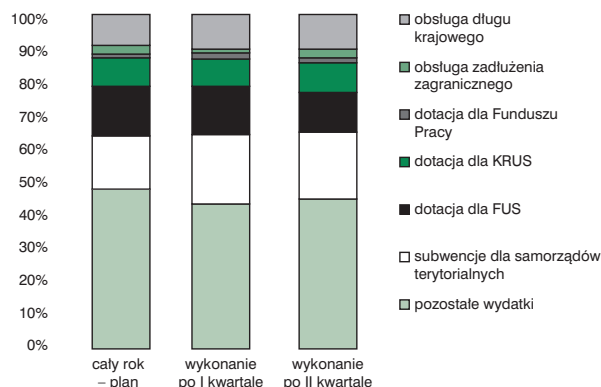
Źródło: Ministerstwo Finansów

Przychody budżetowe – struktura



Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne

Wydatki budżetowe – struktura



Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne

## Podaż pieniądza

W czerwcu umocniły się korzystne dla przyszłych procesów inflacyjnych tendencje w zakresie kształtowania się zjawisk w sferze monetarnej. Podaż pieniądza wzrosła o 0,9 proc. Po sześciu miesiącach br. przyrost podaży pieniądza wynosi 4,5 proc. wobec 8-proc. wzrostu w analogicznym okresie ub.r. Dynamika roczna obniżyła się do 8 proc. z 13,5 proc. w maju. Należy tu jednak pamiętać, że w czerwcu ub.r. miała miejsce wzmożona akcja kredytowa wśród osób fizycznych w związku z ofertą publiczną na PKN Orlen. Znaczny czerwcowy wzrost kredytów dla osób fizycznych w czerwcu ub.r. (o 25,2 proc.) przyczynił się do miesięcznego wzrostu podaży pieniądza o 6 proc. Wysoka baza statystyczna z czerwca 2000 r. powoduje znaczny spadek dynamiki rocznej podaży pieniądza i kredytów dla osób fizycznych w czerwcu 2001 r. W lipcu dynamika roczna podaży pieniądza powinna powrócić do poziomu ok. 13-14 proc.

Od sierpnia 2000 r. do maja br. roczna dynamika wzrostu podaży pieniądza pozostawała stabilna w przedziale 13,5-14,9 proc. (oprócz grudnia ub.r., kiedy to dynamika obniżyła się do 11,9 proc.).

Od początku 2000 r. utrzymuje się spowolnienie dynamiki akcji kredytowej. W czerwcu kredyty dla sektora niefinansowego zwiększyły się o 1,1 proc. W okresie styczeń-czerwiec br. przyrost wyniósł 3,6 proc. Kredyty dla osób fizycznych wzrosły o 1,3 proc., natomiast wartość pożyczek zaciągniętych przez przedsiębiorstwa wzrosła o 1 proc. Roczne tempo kredytów dla przedsiębiorstw w czerwcu obniżyło się do 7,2 proc. z 8,4 proc. miesiąc temu i 19,7 proc. w maju 2000 r.

W czerwcu dynamika roczna depozytów ludności spadła poniżej 20 proc. i wyniosła 19,7 proc. Od października 2000 r. do maja 2001 r. dynamika roczna utrzymywała się w przedziale 20,0-22,6 proc. Wciąż jednak skłonność do oszczędzania pozostaje wysoka. W skali miesiąca oszczędności osób fizycznych wzrosły o 1,5 proc., tj. najwięcej od marca br. Utrzymujące się na wysokim poziomie realne stopy procentowe (pomimo trzech tegorocznych obniżek) oraz niska konsumpcja sprzyjają powiększaniu oszczędności.

W czerwcu zmniejszyło się zadłużenie sektora budżetowego o 3,4 proc. Powodem spadku zadłużenia budżetu było osiągnięcie nadwyżki budżetowej na skutek wpływu do kasy budżetu zysku z NBP oraz wpłaty kolejnej raty za licencje na UMTS. W kolejnych miesiącach najprawdopodobniej nastąpi wzrost zadłużenia sektora budżetowego.

Efekty dotychczasowych obniżek stóp banki będą mogły odczuć w drugim półroczu. Radykalna zmiana dotychczasowych trendów jest jednak mało prawdopodobna, gdyż obecne niskie zainteresowanie kredytem wynika z wielu czynników, nie tylko z wysokich stóp procentowych, ale również jest wypadkową sytuacji społeczno-gospodarczej.

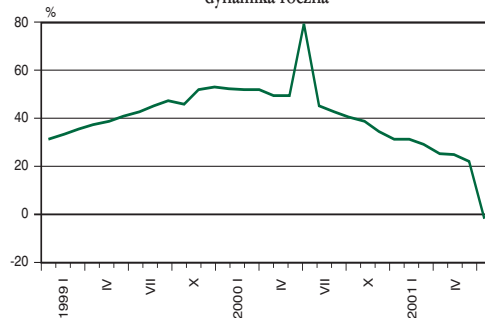
Wolniejszy wzrost gospodarczy to gorsze wyniki finansowe firm i chudsze portfele ludności. A to z kolei może skutkować pogorszeniem jakości portfeli kredytowych banków. Jest to już zauważalne w publikowanych wynikach banków. Na podstawie danych z 42 banków komercyjnych według stanu na koniec 2000 r. udział należności zagrożonych w należnościach ogółem wyniósł 13,7 proc. W maju br. natomiast wskaźnik ten wzrósł do 15,9 proc.

**Podaż pieniądza**  
dynamika roczna



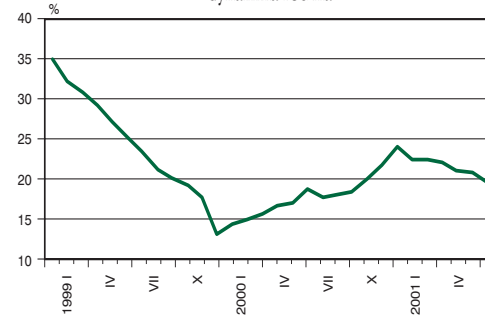
Źródło: NBP, obliczenia własne

**Kredyty dla osób fizycznych**  
dynamika roczna



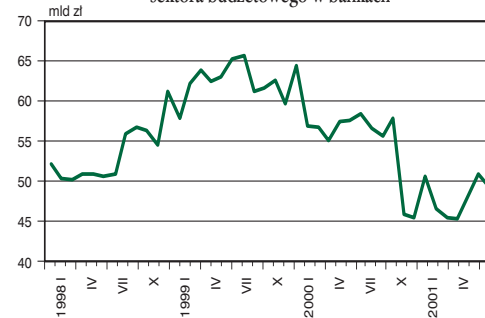
Źródło: NBP, obliczenia własne

**Depozyty osób fizycznych**  
dynamika roczna



Źródło: NBP, obliczenia własne

**Zadłużenie netto**  
sektora budżetowego w bankach



Źródło: NBP



### Wynagrodzenia / Bezrobocie

Średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w czerwcu spadło drugi miesiąc z rzędu i wyniosło 2148 zł wobec 2163 zł w maju. W porównaniu z czerwcem 2000 r. było wyższe o 4,8 proc. Obniżyła się dynamika realna o 1,3 proc. Jest to już drugi miesiąc w tym roku z ujemną dynamiką realną.

W okresie I-VI br. przeciętne wynagrodzenie wyniosło 2130 zł wobec 1984 zł w analogicznym okresie ub.r. Wzrost nominalny wyniósł więc 7,3 proc.

Od początku 2000 r. obniża się tempo wzrostu wynagrodzeń, co też jest skutkiem niższego tempa wzrostu gospodarczego. Obniżanie wynagrodzeń to jeden z najczęściej stosowanych sposobów ograniczania kosztów przy malejącym popycie, wymuszającym ograniczanie produkcji. W nadchodzących miesiącach niska dynamika wzrostu wynagrodzeń najprawdopodobniej utrzyma się.

Drugim sposobem na obniżanie kosztów w firmach są zwolnienia pracowników. Stopa bezrobocia w czerwcu wyniosła 15,8 proc. wobec 15,0 proc. w grudniu ub.r. i 13,5 proc. w czerwcu 2000 r. Trend wzrostowy trwa od 1998 r.

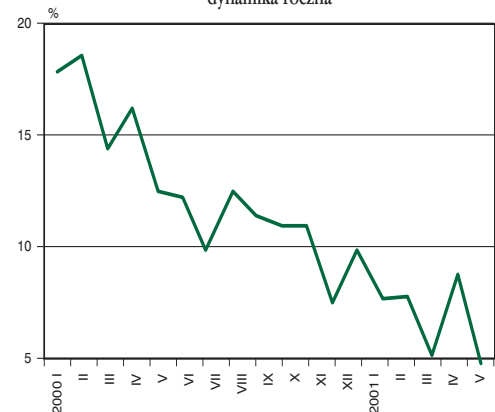
W nadchodzących miesiącach należy spodziewać się dalszego wzrostu bezrobocia, ale przyczynami tego niekorzystnego zjawiska są nie tylko trudna sytuacja przedsiębiorstw i niższy wzrost gospodarczy. To także efekt wstępującego na rynek pracy wyżu demograficznego oraz wciąż trwającej restrukturyzacji gospodarki.

Ministerstwo Finansów prognozuje wzrost stopy bezrobocia na koniec 2001 r. do 17,3 proc. W ustawie budżetowej na ten rok założono, że wskaźnik ten wyniesie 15,4 proc.

### Prywatyzacja – ostatnie informacje

1. Konsorcjum France Telecom i Kulczyk Holding nie wykorzystало opcji zakupu Telekomunikacji Polskiej S.A. We wtorek (31 lipca) minął termin ważności opcji zakupu przez France Telecom 10 proc. akcji TP SA po około 40 zł za 1 akcję, czyli znacznie powyżej ceny giełdowej, która we wtorek na zamknięciu wyniosła 15,9 zł. Właśnie wysoka cena była powodem nie wykorzystania opcji. Konsorcjum jest jednak nadal zainteresowane kupnem akcji TP SA i pozostaniem inwestorem strategicznym w spółce. Jest gotowe do dalszych negocjacji na temat zwiększenia swego udziału z perspektywą uzyskania pakietu kontrolnego. MSP informowało wcześniej, że alternatywą wobec nie dojścia do porozumienia z Francuzami może być emisja obligacji zamiennych TP SA, skierowanych dla inwestorów zagranicznych.
2. Komitet Ekonomiczny Rady Ministrów przyjął przedstawioną przez Ministra Skarbu Państwa strategię prywatyzacji PKO BP S.A. Zakłada się w niej, że 30 proc. akcji banku zostanie sprzedane w ofercie publicznej skierowanej wyłącznie do osób fizycznych zamieszkałych w Polsce. Skarb Państwa ma zachować kontrolę nad bankiem, zatrzymując 50 proc. plus jedną akcję.
3. Nafta Polska przedłużyła do 20 sierpnia 2001 r. czas wyłączności w negocjacjach dotyczących prywatyzacji Rafinerii Gdańskiej firmie Rotch Energy Ltd. O ile rozmowy okażą się niesatysfakcjonujące, termin wyłączności może zostać skrócony. Do sprzedaży jest przeznaczonych maksymalnie 75 proc. akcji Rafinerii, które wyceniane są na 250 mln dol.

Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw  
dynamika roczna



Źródło: GUS, obliczenia własne

Stopa bezrobocia



Źródło: GUS

## Stany Zjednoczone

W ostatnim czasie rynek otrzymał porcję niekorzystnych danych makroekonomicznych w USA. Dane o produkcji przemysłowej pokazały dziewiąty miesiąc z rzędu spadek dynamiki. Recesja w sektorze produkcyjnym utrzyma się prawdopodobnie również w III kwartale. Wzrost PKB w II kwartale wyniósł jedynie 0,7 proc. wobec 1,3 proc. w I kwartale. Jest to wynik najgorszy od 8 lat. Wolniej rosły wydatki konsumentów, a inwestycje przedsiębiorstw spadały: w II kwartale o 13,6 proc. r/r i jest to największy spadek od 19 lat. Po dwumiesięcznym wzroście ponownie pogorszyły się nastroje wśród konsumentów. Wskaźnik aktywności amerykańskiego przemysłu NAPM, znajdujący się w trendzie spadkowym od 1,5 roku spadł w lipcu do 43,6 pkt. Zamówienia na dobra trwałe użytku obniżyły się w czerwcu o 2,0 proc. Trwa niekorzystny proces w postaci pogarszania się wyników finansowych amerykańskich spółek. Wciąż oczekiwane jest dalsze zmniejszanie zysków. Dużo przy tej okazji mówi się o negatywnym wpływie silnego dolara na eksporterów. Administracja amerykańska potwierdziła jednak, że USA nie zrezygnuje z polityki mocnej waluty.

Duży wpływ na zachowania rynku miało wystąpienie szefa FED Alana Greenspana. W jego opinii amerykańska gospodarka musi pokonać liczne przeszkody, które mogą opóźnić ożywienie gospodarcze i zmusić Fed do dalszych obniżek stóp procentowych.

Światowe rynki finansowe przygotowują się do kolejnej redukcji stóp procentowych (następne posiedzenie FED odbędzie się 21 sierpnia). Nie widać na razie żadnych oznak ożywienia w wyniku dokonanych już redukcji stóp, a jest już III kwartał, w którym powinno zacząć się coś poprawiać. Przypomnijmy, że w tym roku FED już sześciokrotnie obcinał stopy procentowe (pięciokrotnie o 50 pb i ostatni raz w czerwcu o 25 pb). Obecnie podstawowa stopa procentowa za oceanem wynosi 3,75 proc.

Nadzieje na ożywienie gospodarcze pokładane są w konsumpcji. W ciągu 2 najbliższych miesięcy Amerykanie otrzymają w formie zwrotów z podatku ok. 13,9 mld dol. co, zdaniem Greenspana, powinno ożywić popyt wewnętrzny.

FED obniżył prognozę wzrostu PKB na 2001 r. do 1,25-2,0 proc. Większe ożywienie powinno nastąpić dopiero w 2002 r., kiedy PKB wzrośnie o 3,0-3,5 proc.

Zdaniem Greenspana dotychczasowe obniżki w połączeniu z redukcją podatków i obniżeniem cen energii powinny doprowadzić do poprawy sytuacji gospodarczej pod koniec roku.

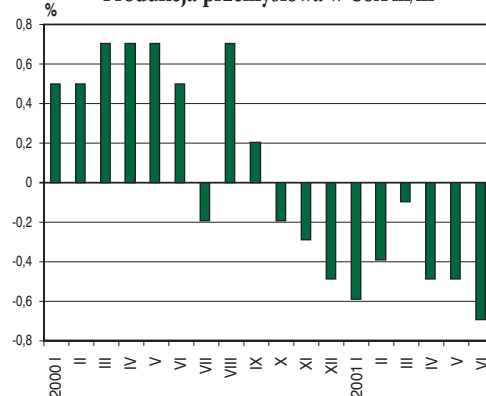
## Strefa euro

W nie najlepszej kondycji znajduje się również gospodarka europejska. Pogarszają się indeksy koniunktury, np. indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, spadł w czerwcu do 89,5 pkt z 90,8 pkt w maju, tj. poziomu najniższego od 4 lat. Obniża się produkcja przemysłowa i tempo wzrostu gospodarczego. Spada sprzedaż detaliczna, co oznacza zmniejszanie się popytu wewnętrznego.

Pozytywnym czynnikiem jest to, że zaczęła słabnąć presja inflacyjna – był to główny argument dla ECB, aby nie obniżać stóp procentowych. Inflacja w Niemczech w lipcu jest spodziewana na poziomie 2,7 proc. r/r, podczas gdy w maju wzrosła do rekordowego poziomu 3,5 proc. Inwestorzy zastanawiają się, kiedy ECB zdecyduje się obniżyć stopy procentowe. Przedstawiciele ECB deklarowali, że zanim to nastąpi, muszą upewnić się, że spadek inflacji jest zjawiskiem trwałym. Kolejne posiedzenie ECB odbędzie się 30 sierpnia. Oczekiwania na obniżkę będą zapewne rosły. Po ostatnim posiedzeniu (2 sierpnia) stopy pozostały bez zmian.

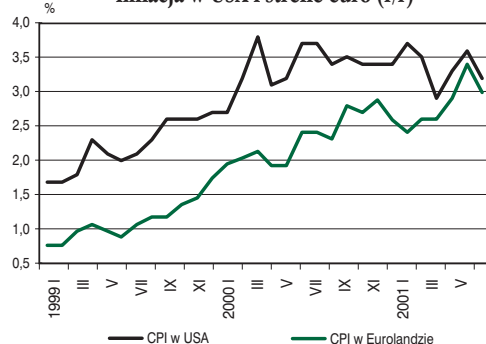
Niemiecki instytut ekonomiczny Ifo obniżył prognozy inflacji w strefie euro w 2001 r. do 2,75 proc. z 2,9 proc. i podwyższył szacunki tempa wzrostu gospodarczego do 2,0 proc. z 1,9 proc. Dla Niemiec natomiast utrzymana została prognoza PKB na bieżący rok. na poziomie 1,2 proc. i dopiero w 2002 r. oczekiwane jest przyspieszenie wzrostu do 2,5 proc.

Produkcja przemysłowa w USA m/m



Źródło: Reuters

Inflacja w USA i strefie euro (r/r)



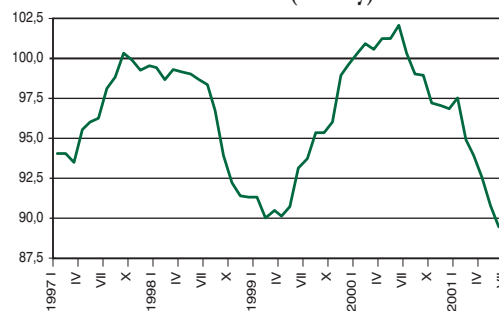
Źródło: Reuters

Indeks NAPM (USA)



Źródło: Reuters

Indeks IFO (Niemcy)



Źródło: Reuters



Kalendarz makroekonomiczny sierpień 2001				
Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>30 lipca</b>	<b>31</b> POL: Bilans płatniczy (VI) POL: Handel zagraniczny wg płatności (VI) FRA: Bezrobocie (VI) FRA: Ceny producenta (VI) ITA: Ceny producenta (VI) USA: Nastroje konsumentów (VII)	<b>1 sierpnia</b> EUR: Bezrobocie (VI) EUR: Sprzedaż detaliczna (V) USA: NAPM (VII)	<b>2</b> POL: Ceny żywności (II poł. VII) EUR: Postępowanie ECB EUR: Wskaźniki koniunktury (VII) EUR: Ceny producenta (VI) USA: Zamówienia w przemyśle (VI)	<b>3</b> POL: Koniunktura w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (VII) EUR: PKB (I kw.) USA: Bezrobocie (VII)
<b>6</b> GER: Zamówienia w przemyśle (VI)	<b>7</b> POL: Wybrane pozycje bilansu NBP (VII) POL: Oficjalne aktywa rezerwowe (VII) GER: Produkcja przemysłowa (VI) GER: Bezrobocie (VII)	<b>8</b>	<b>9</b> ITA: PKB (II kw.) ITA: Produkcja przemysłowa (VI)	<b>10</b> GER: Rachunek bieżący (VI) GER: Bilans handlowy (VI) USA: Ceny producenta (VII)
<b>13</b>	<b>14</b> POL: Podaż pieniądza (VII) POL: Place i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (VII) FRA: Inflacja (VII) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)	<b>15</b> Wniebowzięcie NMP	<b>16</b> POL: Inflacja (VII) POL: Budżet państwa (VII) USA: Inflacja (VII)	<b>17</b> POL: Produkcja przemysłowa (VII) POL: Ceny producenta (VII) FRA: Produkcja przemysłowa (VI) ITA: Inflacja (VII) EUR: Inflacja (VII) USA: Handel zagraniczny (VI)
<b>20</b> POL: Bezrobocie (VII)	<b>21</b> POL: Posiedzenie RPP EUR: Produkcja przemysłowa (VI) USA: Posiedzenie FED	<b>22</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) GER: Nastroje w biznesie IFO (VII)	<b>23</b> POL: Ceny żywności (I poł. VIII)	<b>24</b> USA: Zamówienia na dobra trwałe użytku (VII)
<b>27</b>	<b>28</b> GER: PKB (II kw.)	<b>29</b> EUR: Handel zagraniczny (VI)	<b>30</b> EUR: Postępowanie ECB	<b>31</b> POL: Bilans płatniczy (VII) POL: Handel zagraniczny wg płatności (VII) FRA: Bezrobocie (VII) ITA: Ceny producenta (VII)

# Spojrzenie na gospodarkę

Kategoria	jednostka	sierpień	wrzesień	październik	listopad	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec
<b>CENY</b>													
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (r/r)	%	10,7	10,3	9,9	9,3	8,5	7,4	6,6	6,2	6,6	6,9	6,2	-
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (m/m)	%	-0,3	1,0	0,8	0,4	0,2	0,8	0,1	0,5	0,8	1,1	-0,1	-
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (r/r)	%	8,4	8,3	8,0	7,2	5,6	4,7	4,1	3,8	3,4	2,3*	0,9	-
Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (m/m)	%	0,4	0,8	0,6	0,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0*	-0,4	-
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (r/r)	%	8,7	8,1	7,8	7,6	6,9	6,8	6,5	5,7	5,0	4,5*	3,9	-
Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej (m/m)	%	0,5	0,2	0,5	0,4	0,2	0,4	0,4	0,1	0,3	0,3*	0,1	-
Kurs USD/PLN (r/r)	%	10,3	10,1	12,8	7,2	3,5	0,2	-1,0	-0,7	-5,1	-11,5	-9,7	-3,2
Kurs USD/PLN (m/m)	%	0,8	3,0	3,3	-1,6	-5,4	-4,7	-0,4	-0,8	-1,0	-0,9	-0,3	5,4
Kurs EUR/PLN (r/r)	%	-5,9	-8,7	-9,8	-11,2	-8,1	-7,1	-7,7	-6,5	-10,3	-14,5	-18,8	-11,5
Kurs EUR/PLN (m/m)	%	-2,9	-0,8	1,4	-1,7	-0,6	-0,4	-2,5	-2,0	-2,8	-2,9	-2,8	6,2
Wynagrodzenie realne brutto w sektorze przedsiębiorstw (r/r)	%	1,1	0,4	0,5	0,8	-1,9	2,4	1,1	1,6	-1,3	1,8	-1,3	-
<b>SFERA REALNA</b>													
Produkt krajowy brutto (r/r)	%	-	3,3	-	-	2,4	-	-	2,3	-	-	-	-
Produkcja przemysłu (r/r)	%	9,2	5,0	7,1	4,7	-2,2	10,1	0,1	2,9	3,6	-0,9	-4,8	-
Produkcja przemysłu (m/m)	%	6,1	5,0	2,1	-3,1	-1,4	-8,9	-2,5	14,7	-7,8	3,1	-2,8	-
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	%	-2,1	-3,7	-1,7	-1,1	-6,9	-9,7	-9,1	-8,2	-10,8	-11,7	-10,1	-
Produkcja budowlano-montażowa (m/m)	%	7,2	7,0	6,6	-17,6	40,3	-59,3	7,4	18,6	-2,9	15,5	13,7	-
Sprzedaż detaliczna towarów <sup>a</sup> (r/r)	%	11,2	10,4	7,2	5,8	3,2	10,9	-0,2	0,1	1,9	4,3	0,2	-
Sprzedaż detaliczna towarów <sup>a</sup> (m/m)	%	1,4	-0,8	1,5	-3,4	20,8	-27,6	-1,7	17,5	4,0	1,7	-1,3	-
Eksport w ujęciu celnym (r/r)	%	29,4	24,4	27,9	24,0	18,6	29,9	13,4*	17,7*	8,0	0,3	-	-
Eksport w ujęciu celnym (m/m)	%	-3,1	10,5	10,0	-3,6	-8,5	1,0*	-0,5*	9,5*	-14,5	-3,2	-	-
Import w ujęciu celnym (r/r)	%	15,9	8,2	16,2	3,7	3,7	14,5*	-3,2*	2,8*	0,7	-13,6	-	-
Import w ujęciu celnym (m/m)	%	-6,1	8,1	14,0	-7,0	-2,9	-11,0*	-4,2	16,1*	-9,9	0,0	-	-
<b>RYNEK PRACY</b>													
Liczba bezrobotnych	tys.	2 496	2 529	2 548	2 613	2 703	2 836	2 877	2 899	2 878	2 841	2 849	-
Stopa bezrobocia	%	13,9	14,0	14,1	14,5	15,0	15,6	15,8	15,9	15,8	15,7	15,8	-
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	tys.	5 271	5 269	5 274	5 247	5 199	5 184	5 189	5 170	5 156	5 135	5 121	-
Przeciętne wynagrodzenie brutto	PLN	2 051	2 088	2 089	2 160	2 350	2 069	2 075	2 149	2 176	2 163	2 148	-
Nominalny wzrost wynagrodzeń brutto (r/r)	%	11,9	10,7	10,4	10,2	6,4	9,9	7,7	7,9	5,2	8,8	4,9	-
<b>BUDŻET PAŃSTWA</b>													
Dochody budżetowe	mld PLN	86,2	98,0	110,5	123,0	135,7	11,6	21,0	31,6	42,4	52,6	67,8	-
Wydatki budżetowe	mld PLN	99,2	111,9	125,9	137,9	151,1	16,7	32,9	46,7	60,8	73,0	86,5	-
Wynik budżetu państwa	mld PLN	-13,0	-14,0	-15,4	-14,9	-15,4	-5,1	-12,0	-15,1	-18,4	-20,4	-18,7	-
Zadłużenie krajowe budżetu państwa	mld PLN	-	153,4	-	-	146,0	-	-	154,8	-	-	-	-
Zadłużenie zagraniczne budżetu państwa	mld PLN	-	134,2	-	-	120,8	-	-	118,2	-	-	-	-

# Spojrzenie na gospodarkę



Kategoria	jednostka	sierpień	wrzesień	październik	listopad	grudzień	styczeń	luty	marzec	kwiecień	maj	czerwiec	lipiec
<b>BILANS PŁATNICZY</b>													
Rachunek bieżący	mln USD	-961	-592	-852	-416	-816	-932	-461	-749	-519	-734*	-952	-
Saldo handlu zagranicznego w ujęciu płatniczym	mln USD	-1 324	-972	-1 058	-858	-1 038	-1 499	-724	-907	-708	-1 165*	-857	-
Eksport	mln USD	2 271	2 424	2 520	2 654	2 759	2 448	2 393	2 615	2 564	2 473*	2 553	-
Import	mln USD	3 595	3 396	3 578	3 512	3 797	3 947	3 117	3 522	3 272	3 638*	3 410	-
Saldo usług	mln USD	-119	-90	-100	-104	-155	-111	-85	-82	-62	-68*	-84	-
Niesklasyfikowane obroty bieżące	mln USD	350	420	485	295	340	248	243	239	385	315	274	-
Rachunek kapitałowy i finansowy	mln USD	725	357	2 192	528	351	1 359	964	-33	-143	525*	1 017	-
Inwestycje bezpośrednie	mln USD	169	242	4 653	537	570	486	383	343	535	321*	562	-
Inwestycje portfelowe	mln USD	-234	-72	-345	504	135	788	699	891	-177	-471*	-297	-
<b>PODAŻ PIENIĄDZA</b>													
Podaż pieniądza	mld PLN	278	281	287	291	294	293	296	301	303	305	308	-
Podaż pieniądza (r/r)	%	14,9	14,1	14,6	14,4	11,8	14,6	14,6	14,9	14,0	13,5	8,0	-
Podaż pieniądza (m/m)	%	0,3	1,0	2,4	1,3	1,1	-0,6	1,0	1,9	0,6	0,7*	0,9	-
Depozyty ogółem (r/r)	%	17,1	16,1	17,4	17,0	15,5	17,5	17,1	16,8	16,1	15,5	9,2	-
Depozyty ogółem (m/m)	%	0,5	1,1	3,0	1,7	1,1	0,1	0,9	1,7	0,4	1,0	0,5	-
Kredyty dla osób fizycznych (r/r)	%	42,9	40,9	38,9	34,8	31,7	31,3	29,4	25,7	25,1	22,1	-1,3	-
Kredyty dla osób fizycznych (m/m)	%	2,5	3,0	2,3	1,2	2,1	0,2	-0,3	0,4	1,1	1,3	1,3	-
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r)	%	18,2	17,4	16,1	14,0	13,5	12,2	12,0	11,7	9,5	8,4*	7,2	-
Kredyty dla przedsiębiorstw (m/m)	%	1,4	2,3	1,4	0,4	-1,9	1,2	0,9	0,6	0,0	-0,4*	1,0	-
<b>WSKAŹNIKI FINANSOWE</b>													
Średnie odchylenie od parytetu	%	-3,8	-2,8	-0,6	-2,4	-5,0	-7,4	-8,8	-10,1	-11,8	-13,7	-15,0	-9,9
Średni kurs USD	PLN	4,3593	4,4900	4,6369	4,5606	4,3143	4,1108	4,0925	4,0599	4,0175	3,9807	3,9705	4,1859
Średni kurs EUR	PLN	3,9486	3,9152	3,9696	3,9035	3,8802	3,8648	3,7689	3,6952	3,5904	3,4856	3,3894	3,5998
Średni kurs DEM	PLN	2,0189	2,0018	2,0296	1,9958	1,9839	1,9761	1,9270	1,8893	1,8357	1,7822	1,7330	1,8405
Średnia stawka WIBOR T/N	%	17,31	18,84	19,74	20,07	19,50	19,73	19,82	19,33	18,56	17,91	17,78	15,99
WIBOR 1M	%	18,24	19,39	19,47	19,65	19,83	19,44	19,33	18,36	17,45	17,50	17,38	16,11
WIBOR 3M	%	19,12	19,55	19,68	19,75	19,67	18,97	18,61	18,01	17,17	17,22	16,88	16,01
Średnia rentowność bonów skarbowych 3M	%	17,38	18,17	17,53	17,44	17,60	17,12	17,29	17,20	16,44	16,24	16,12	15,28
Średnia rentowność bonów skarbowych 6M	%	17,92	18,47	17,83	17,78	17,84	17,43	17,09	17,16	16,36	16,21	16,03	15,30
Średnia rentowność bonów skarbowych 9M	%	18,28	18,55	18,11	17,97	17,91	17,40	17,15	17,01	16,11	15,84	15,81	15,33
Średnia rentowność bonów skarbowych 12M	%	18,34	18,65	18,41	18,31	18,01	17,23	16,97	16,85	15,80	15,67	15,61	15,39
Średnia rentowność obligacji skarbowych 2L	%	18,27	18,11	18,54	18,23	17,20	15,68	15,48	15,60	14,59	14,92	15,22	15,14
Średnia rentowność obligacji skarbowych 5L	%	14,53	14,50	15,53	15,10	13,93	13,08	12,92	13,33	13,47	13,38	13,29	13,87
Średnia rentowność obligacji skarbowych 10L	%	12,72	12,40	13,24	13,06	11,50	10,44	10,23	10,68	10,61	11,30	11,74	11,88
<b>PARAMETRY POLITYKI PIENIĘŻNEJ</b>													
Stopa interwencyjna	%	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	17,0	17,0	17,0	15,5	15,5
Stopa redyskontowa	%	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	19,5	19,5	19,5	17,0	17,0
Stopa lombardowa	%	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	21,0	21,0	21,0	19,5	19,5

\* dane skorygowane,

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, szacunki własne



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU I OPERACJI ZAGRANICZNYCH

Plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań  
tel. 0 61 856 58 35 sekretariat, fax 0 61 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach otrzymanych do 2.08.2001, zostało przygotowane przez:

### WYDZIAŁ ANALIZ EKONOMICZNYCH

**Barbara Kołcio** – Analityk, tel. 0 71 370 26 27

**Aleksander Krzyżaniak** – Analityk, tel. 0 61 856 55 80

**Sławomir Nosal** – Analityk, tel. 0 61 856 55 67

fax 0 61 856 55 65  
e-mail [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl)  
lub [imie.nazwisko@bzwbk.pl](mailto:imie.nazwisko@bzwbk.pl)

Serwis ekonomiczny w Internecie: <http://www.bzwbk.pl>

### DEPARTAMENT OPERACJI ZAGRANICZNYCH

**Dorota Bernatowicz** – Dyrektor Departamentu

tel. 0 61 856 48 20, fax 0 61 856 48 28

e-mail: [dorota.bernatowicz@bzwbk.pl](mailto:dorota.bernatowicz@bzwbk.pl)

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

**Piotr Kinastowski** – Z-ca Dyrektora Departamentu

tel. 0 61 856 58 22, fax 0 61 856 55 65

### DEPARTAMENT ROZWOJU BIZNESU

**Tadeusz Kopeć** – Dyrektor Departamentu

tel. 0 61 856 50 10, fax 0 61 856 55 65

### Zespół Marketingu

**Anna Talarczyk** – Kierownik Zespołu

tel. 0 61 856 58 49, fax 0 61 856 44 56

e-mail: [anna.talarczyk@bzwbk.pl](mailto:anna.talarczyk@bzwbk.pl)

### Wydział Dealerów – Poznań

Pl. Gen. Wł. Andersa 5, 61-894 Poznań  
fax 0 61 856 55 65

#### Zespół Obsługi Klientów Korporacyjnych

Juliusz Szymański	Naczelnik Wydziału	0 61 856 58 25
Grzegorz Głowacki	Dealer	0 61 856 58 25
Katarzyna Kamińska	Dealer	0 61 856 58 25
Marzenna Urbańska	Dealer	0 61 856 58 25

#### Zespół Obsługi Klientów Komercyjnych i Oddziałów

Waldemar Polowczyk	Naczelnik Wydziału	0 61 856 58 14
Robert Król	Dealer	0 61 856 58 14
Zbigniew Mańke	Dealer	0 61 856 58 14
Hanna Nowak	Dealer	0 61 856 58 14
Adam Wandzilak	Dealer	0 61 856 58 14

### Wydział Dealerów – Warszawa

Al. Jana Pawła II 25, Atrium Tower, 00-854 Warszawa  
fax 0 22 653 46 79

Krzysztof Pietrkiewicz	Z-ca Dyrektora	0 22 653 46 70
Jarosław Górski	Treasury Executive	0 22 653 46 57
Tomasz Dziedzic	Treasury Executive	0 22 653 46 67
Bartosz Bielał	Dealer	0 22 653 46 66

### Wydział Dealerów – Wrocław

ul. Ofiar Oświęcimskich 38/40, 50-950 Wrocław  
fax 0 71 370 26 22

Agnieszka Skrzypek	Z-ca Dyrektora	0 71 370 25 90
Maciej Błęcki	Dealer	0 71 370 26 63
Rafał Czyż	Dealer	0 71 370 25 25
Bogusława Krasicka-Mazur	Dealer	0 71 370 24 18
Ewa Podgórska	Dealer	0 71 370 24 86
Jerzy Rybczak	Dealer	0 71 370 24 26
Aleksandra Skiba	Dealer	0 71 370 24 86
Anna Tarnacka	Dealer	0 71 370 26 24

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Informacje zawarte w biuletynie pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak nie możemy zagwarantować ich dokładności i pełności. Biuletyn „Gospodarka Polski – Rynki Finansowe” stanowi wyłączną własność Banku Zachodniego WBK S.A. i bez zgody Pionu Skarbu i Operacji Zagranicznych BZ WBK S.A. nie może być przedrukowywany, powielany lub w jakikolwiek inny sposób rozpowszechniany. Niniejszy biuletyn został zatwierdzony do druku przez Pion Skarbu i Operacji Zagranicznych BZ WBK S.A.

Przy opracowywaniu niniejszego biuletynu wykorzystano dane: GUS, NBP, Ministerstwa Finansów, Reuters.